

# GEHLEN BRÄUTIGAM CAPITAL

## SMALL CAPS. GREAT VALUE.

Gehlen Bräutigam Capital GmbH  
Bockenheimer Landstraße 2-4  
OpernTurm  
60306 Frankfurt am Main

+49 (0) 69 6677 48118  
info@gbcvalue.com  
www.gbcvalue.com

### Letter to Partners #5

**Q3 2019** (01.07.2019 – 30.09.2019)

15. Oktober 2019

Sehr geehrte Partnerin, sehr geehrter Partner,

wir freuen uns, Sie mit der fünften Ausgabe unseres Letter to Partners für den Gehlen Braeutigam Value HI Fonds über kürzliche Entwicklungen zu informieren. Dieser beinhaltet Updates zur Wertentwicklung und zum aktuellen Portfolio sowie zu wesentlichen Veränderungen hinsichtlich unserer Investments im 3. Quartal 2019.

Aktuell sind die -R- und -I- Tranchen unseres Fonds geöffnet. In die -R- Tranche kann ohne Mindestanlagesumme investiert werden. Bei der -I- Tranche liegt die Mindestanlagesumme für neue Investoren bei EUR 200.000. Bestehende Investoren der -I- Tranche können ohne Mindestbetrag zusätzliche Fondsanteile ordern. Die -S- Tranche ist für neue Investoren geschlossen. Bestehende Investoren können ab einer Mindestanlagesumme von EUR 10.000 zusätzliche Fondsanteile ordern. Die jeweilige Tranche finden Sie über die folgenden Wertpapierkennnummern:

**-R- Tranche:** A2JQHQ    **-I- Tranche:** A2N811    **-S- Tranche:** A2JF8Z

### Performance Update

Als aktiv gemanagter Aktienfonds ist es unser Ziel, über einen langfristigen Zeitraum besser als der breite Markt abzuschneiden – darin sehen wir den wesentlichen Mehrwert unserer Arbeit für Sie, unsere Partner. Wie Sie wissen bildet unser Fonds keinen Index ab, und seine Anlagestrategie beruht auch nicht auf der Nachbildung der Entwicklung eines oder mehrerer Indizes. Der Fonds verwendet daher keinen Referenzwert, weil der Fonds bewusst eine benchmark-unabhängige Performance erreichen soll.

Bitte beachten Sie, dass es aufgrund der ungleichen Startzeitpunkte sowie der unterschiedlichen Gebührenstruktur der drei Tranchen zu leichten Abweichungen in der Performance kommt. Das Portfolio und die darin enthaltenen Titel sind über alle drei Tranchen hinweg identisch.

Untenstehend haben wir die aktualisierten Performance-Zahlen der -S- und -R- Tranche für Sie dargestellt. Die Entwicklung der -I- Tranche können wir Ihnen aus regulatorischen Gründen erst nach einem Jahr Laufzeit zeigen. Daher verweisen wir bis dahin an den obenstehenden Link.

	<b>MSCI Europe S&amp;M Cap*</b>	<b>-S- Tranche**</b>	<b>Vergleich</b>
2018 (6 Monate)***	-17,2%	-2,9%	+14,4%
2019 YTD	+16,8%	+2,7%	-14,1%
<b>Seit Auflage</b>	<b>-3,3%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>+3,0%</b>

\* MSCI Europe Small & Micro Cap Index; Netto-Rendite (EUR). \*\* Gehlen Braeutigam Value HI; Netto-Rendite, nach Abzug aller Kosten.

\*\*\* Seit Auflage am 02. Juli bis Jahresende 2018.

	MSCI Europe S&M Cap*	-R- Tranche**	Vergleich
2018 (4 Monate)***	-16,2%	-2,5%	+13,7%
2019 YTD	+16,8%	+2,0%	-14,8%
<b>Seit Auflage</b>	<b>-2,1%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>+1,6%</b>

\* MSCI Europe Small & Micro Cap Index; Netto-Rendite (EUR). \*\* Gehlen Braeutigam Value HI; Netto-Rendite, nach Abzug aller Kosten.  
 \*\*\* Seit Auflage am 07. September bis Jahresende 2018.

Im vergangenen Letter to Partners hatten wir über die Performance unseres Fonds in den ersten zwölf Monaten nach Auflage berichtet. Im Folgenden möchten wir einige Gedanken zur aktuellen Marktlage mit Ihnen teilen, die aktuellen Herausforderungen darlegen und die großartigen Chancen aufzeigen, die sich für uns daraus ergeben. An der ein oder anderen Stelle wird es etwas technisch. Zögern Sie nicht, uns jederzeit zu kontaktieren. Wir freuen uns über ein Gespräch.

### Small Caps vs. Large Caps

Nach dem sehr starken Rückgang im zweiten Halbjahr 2018 ist der breite Aktienmarkt seit Jahresanfang deutlich im Plus. Der MSCI Europe hat bis Ende September 19,2% zugelegt, der DAX 17,7%. Jedoch spiegeln diese Zahlen nur einen Teil der Entwicklung wider.

Gegenüber dem hohen Zuwachs des MSCI Europe konnte der MSCI Europe Micro Cap, welcher ausschließlich kleinere Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von unter €550 Mio. beinhaltet, im gleichen Zeitraum lediglich eine Steigerung von 8,6% aufweisen. **Gerade im dritten Quartal** war der Unterschied besonders ausgeprägt. Der MSCI Europe konnte 2,6% zulegen, wogegen der **Micro Cap Index um 2,5% gefallen** ist.

Ein Grund für die unterschiedliche Entwicklung: Viele Fonds im Nebenwerte-Bereich haben im letzten Jahr hohe Abflüsse verzeichnen müssen. Auch aktuell leiden viele Manager unter anhaltenden Rücknahmen. Dies steht teilweise im starken Gegensatz zum anderen Ende des Marktes, in dem konstante Ströme in passive ETF-Produkte eine deutliche Wirkung zeigen.

Besonders stark betroffen ist zum Beispiel der französische Markt, in dem viele Small Cap Fonds im letzten Jahr besonders hohe Abflüsse hatten. Ein Anzeichen liefert die Performance des CAC Small Index (vergleichbar mit dem SDAX), welcher in 2019 lediglich um 8,1% zulegen konnte, gegenüber 22,6% des CAC 40 (vgl. DAX 30).

Wir haben in diesem Jahr bereits zwei neue Investments in Frankreich getätigt. Eines davon, Akwel, hatten wir Ihnen im vergangenen Letter to Partners bereits näher vorgestellt. Auch zurzeit analysieren wir weitere Opportunitäten aus dieser Region und sind positiv gestimmt, unserem Portfolio weitere sehr gut aufgestellte Unternehmen zu Schnäppchen-Preisen hinzufügen zu können.

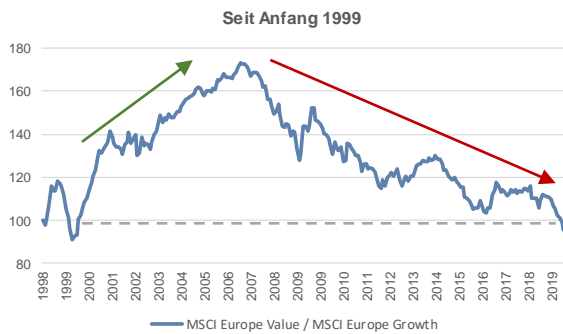
### Value vs. Growth

Neben der schwächeren Performance von Nebenwerte-Titeln im Vergleich zu großen Blue Chip-Aktien gibt es eine weitere, vielleicht noch deutlich ausgeprägtere, Beobachtung im Markt.

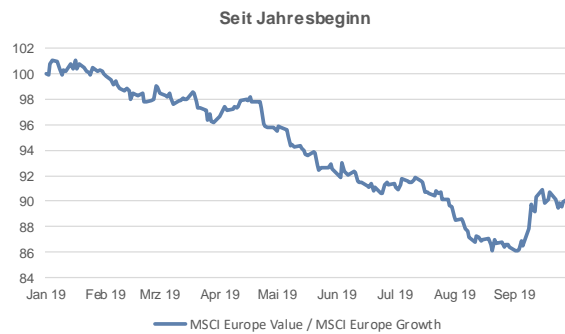
Seit über zehn Jahren haben „Growth“-Aktien, also Wachstumswerte, „Value“-Aktien, d.h. Aktien, die auf Kriterien wie Kurs-Buchwert- oder Kurs-Gewinn-Verhältnis günstig erscheinen, in ihrer Entwicklung übertroffen. Die nachstehenden Grafiken verdeutlichen das Ausmaß des Performance-Unterschieds. Seit Beginn des Jahres hat sich diese Entwicklung nochmals verstärkt.

In den letzten zehn Jahren hat der MSCI Europe Value eine Rendite von 69% erwirtschaftet, der MSCI Europe Growth kann dagegen eine Steigerung von 158% vorweisen, 89% mehr (siehe roter Pfeil in Grafik 1 auf der Folgeseite). Der MSCI Europe Value hat sich allein seit Jahresbeginn um über 12% schlechter entwickelt als der MSCI Europe Growth (siehe Grafik 2 auf der Folgeseite).

## Relative Performance von Value- zu Growth-Aktien



Grafik 1.



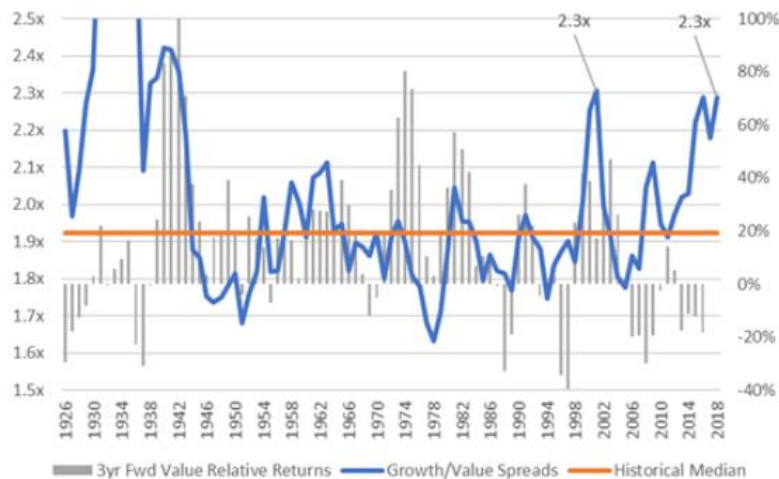
Grafik 2.

Quelle: MSCI; Gehlen Bräutigam Capital.

Zwei der Sektoren des Stoxx Europe 600 mit der besten Entwicklung seit Jahresbeginn sind repräsentativ einerseits der Technologie-Sektor und andererseits der sehr defensive Sektor Food & Beverage. In beiden liegen die Bewertungen vieler Werte mittlerweile auf sehr anspruchsvollen Niveaus. Hier zeigt sich eine hohe Diskrepanz zu konjunktursensiblen Geschäftsmodellen, die in diesem Jahr teilweise gar nicht von der Erholung profitieren konnten.

Der **Bewertungsabschlag** von „Value“- zu „Growth“-Aktien ist mittlerweile so hoch wie selten zuvor und **ist vergleichbar mit dem Niveau in 2000 – dem Jahr, in dem die Dotcom-Blase geplatzt ist.**

### Markt-zu-Buchwert-Spreads und relative Rendite in den folgenden 3 Jahren für Growth und Value



Grafik 3.

Quelle: Verdad Capital; Kenneth R. French - Data Library. Buch-Eigenkapital/Marktkapitalisierung Spreads für Top 30% Wachstums- im Vergleich zu Top 30% Value-Aktien. Relative Renditen beziehen sich auf die gleichen Portfolios für Value – Growth über die nächsten drei Jahre.

Natürlich stehen viele der Unternehmen aus dem traditionellen Value-Bereich vor unsicheren Zeiten. Vor allem der immer schneller werdende technologische Wandel stellt viele traditionelle Geschäftsmodelle vor große Herausforderungen und führt in einigen Fällen auch zum Niedergang lange bestehender Betriebe. Darüber hinaus sind in den traditionellen Value-Titeln auch zyklische Unternehmen stärker vertreten.

Nachdem sich die Wirtschaft ein Jahrzehnt lang fast durchgehend positiv entwickelt hat und sich die Anzeichen für eine bevorstehende Abschwächung mehren, sind Investoren verständlicherweise gerade beim Kauf dieser Firmen zurückhaltend. **Wir können jedoch nicht um die Beobachtung herumkommen, dass die Bewertungen einiger Unternehmen mittlerweile bereits „Worst-Case“-Szenarien einpreisen.**

Die letzte große Periode der Underperformance von „Value“ war 1999. Vielen ist bekannt, wie das endete. Während des Platzens der Dotcom-Blase, in der Technologiewerte teilweise über 90% ihres Wertes verloren oder ganz von der Oberfläche verschwanden, und sich sowohl der breite Aktienmarkt als auch das wirtschaftliche Umfeld abschwächten, konnten viele Small Cap Value Investoren hohe zweistellige Renditen aufweisen (siehe grüner Pfeil in Grafik 1).

## Unsere Schlussfolgerung – „Small Caps. Great Value.“

Manch einer mag sich die Frage stellen, ob und wann „Value“ als Anlagestil wieder in Mode kommt und wann Investoren in Small Cap Aktien wieder Zuflüsse verzeichnen können, um festzustellen, wie lange die aktuelle Underperformance noch anhält. Wie Sie wissen, ist es nicht unser Stil, Prophezeiungen über die Zukunft zu machen, und erst recht nicht kurzfristige Aktienbewegungen vorherzusagen. Wir halten diese Spekulationen für aussichtslos.

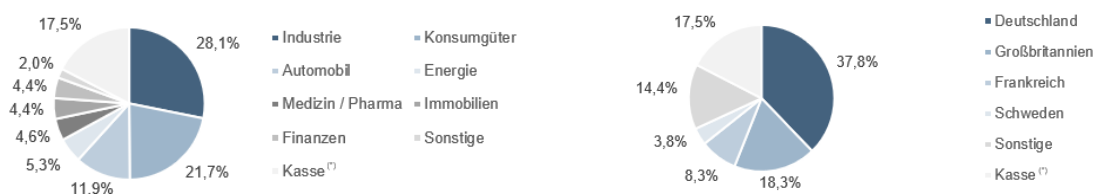
Wir konzentrieren uns darauf ein Portfolio aus Unternehmen aufzubauen, deren Anteile wir zu einem deutlichen Abschlag zu ihrem fairen Wert kaufen können. In diesem Zusammenhang macht eine „Value-Investing“-Philosophie immer Sinn. **Wir können uns kein Szenario vorstellen, in dem es auf lange Sicht aus der Mode kommen kann, in günstige, solide und profitable Unternehmen zu investieren.**

Natürlich verstehen wir, dass ein möglicher wirtschaftlicher Abschwung auch eine echte Auswirkung auf den Wert der Unternehmen hat. In unseren Bewertungsannahmen (für gewöhnlich in DCF-Modellen) gehen wir daher mittlerweile in vielen Fällen konservativ von einem starken Rückgang in den nächsten Jahren aus. Dennoch finden wir selbst unter diesen Annahmen aktuell sehr attraktive Investment-Opportunitäten – mit der JOST Werke AG beschreiben wir an späterer Stelle ein gutes Beispiel dafür.

Nebenwerte in Europa, insbesondere besonders kleine Werte, auf die wir uns fokussiert haben, haben sich in den letzten 18 Monaten deutlich schlechter entwickelt als Large Caps. Darüber hinaus hat auch die Entwicklung von Aktien im „Value“-Bereich gegenüber Wachstumsaktien zurückgelegen. Einige unserer Investments reagieren vielleicht empfindlicher auf das wirtschaftliche Umfeld. Jedoch impliziert die Marktbewertung zahlreicher Unternehmen bereits eine außerordentlich starke Rezession in den nächsten 1-2 Jahren, teilweise ähnlich der Finanzkrise 2009. Unsere Unternehmen verfügen über solide Bilanzen und Geschäftsmodelle und wir gehen davon aus, dass sie ihre Gewinne in den kommenden Jahren steigern werden. **Wir blicken daher trotz des unsicheren Umfeldes gelassen und sehr erwartungsvoll auf die nächsten Jahre.**

## Portfolio Update – Allokation

Nachfolgend sehen Sie die Allokation nach Branchen und Auftragsland zum 30. September 2019:

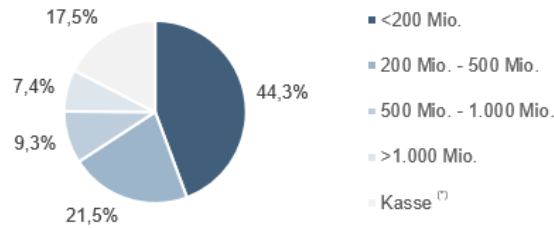


\* Inkl. Liquiditätsfonds (8,2%).

Das Portfolio besteht zum 30. September 2019 aus 24 Unternehmen. Wir sind überzeugt, dass wir mit diesen langfristig deutlich mehr gewinnen als verlieren werden. Nachfolgend finden Sie die Top 10 Positionen mit Gewichtung:

1	Gamesys	7,8%	6	McKesson Europe	4,6%
2	Koenig & Bauer	7,8%	7	STO	4,5%
3	Francotyp-Postalia	6,6%	8	Daejan Holdings	4,4%
4	Akwel	5,4%	9	Ferronordic Machines	3,8%
5	7C Solarparken	5,3%	10	JOST Werke	3,6%

Wir sind fest davon überzeugt, dass wir mit unserem Fokus auf unterbewertete Small und Micro Cap Unternehmen in Europa unser Ziel einer überdurchschnittlich hohen Performance erreichen werden. Nachfolgend finden Sie die Allokation nach Streubesitz-Marktkapitalisierung (EUR) zum 30. September 2019:



\* Inkl. Liquiditätsfonds (8,2%).

## **Portfolio Update – Investments**

### **Character Group (Verkauf)**

Unsere einstige Top-Position haben wir im vergangenen Quartal vollständig verkauft. Das in Großbritannien ansässige Unternehmen ist Ihnen mit Sicherheit noch aus der Case Study im Letter to Partners #2 bekannt. Wie Sie wissen, ist Character ein Spielzeugunternehmen, welches das Design sowie die Entwicklung und Distribution übernimmt. Als zuverlässiger Partner hatte sich das Unternehmen mehrjährige Lizenzvereinbarungen mit den Besitzern von Marken wie beispielsweise Pokémon, Teletubbies oder Peppa Pig gesichert.

Mit EntertainmentOne, dem Eigentümer der Marke Peppa Pig, hat man bereits seit 15 Jahren eine ausgezeichnete Geschäftsbeziehung geführt. Peppa Pig war über die Jahre zu einer der global begehrtesten Marken für Kinder im Vorschulalter herangewachsen. Auch für Character wurde die Marke immer bedeutender und steuerte im ersten Halbjahr 2019 ca. 26% der Umsätze bei. Die Lizenzvereinbarung konnte zudem jüngst bis 2021 verlängert werden.

Am 22. August um 23:01 Uhr ging dann jedoch die Eilmeldung bei uns im Postfach ein, dass Hasbro eine Einigung zur Übernahme von EntertainmentOne erzielt hat. Der in derselben Nacht von Hasbro veröffentlichten Präsentation konnten wir entnehmen, dass Hasbro die Wertschöpfung von Character übernehmen wird und somit die Wahrscheinlichkeit einer erneuten Verlängerung der Peppa Pig Lizenz für Character sehr gering ist. Ein Verlust der Lizenz ab dem Jahr 2021 ist somit wohl beinahe unvermeidlich.

Daher haben wir über Nacht unsere Bewertung angepasst. Da unter den neuen Annahmen keine Sicherheitsmarge mehr vorhanden war, haben wir uns zum Verkauf unserer gesamten Position entschlossen. Glücklicherweise hatten wir bereits in den Wochen zuvor unsere Position zu einem aus heutiger Sicht sehr guten Preis nach unten angepasst. Der Hauptgrund hierfür war das zunehmend herausfordernde Umfeld in Großbritannien. Da wir nach der Eilmeldung schnell reagieren konnten, haben wir auch für den restlichen Teil unserer Position nur einen überschaubaren Verlust hinnehmen müssen.

Wir versuchen ständig aus unseren Erfahrungen zu lernen und unseren Investmentansatz weiterzuentwickeln. Im Nachgang haben wir natürlich auch diese Situation nochmals analysiert und intensiv diskutiert. Im Ergebnis sind wir dazu gekommen, dass wir bei der Analyse des Unternehmens keinen wesentlichen Fehler gemacht haben. Wir hatten das Risiko, dass Character die IP-Rechte nicht selbst besitzt, im Vorfeld erkannt und sind damit nach unserer Due Diligence komfortabel geworden.

Die Übernahme von EntertainmentOne durch Hasbro war in diesem Zusammenhang ein sehr unglückliches Ereignis. In Zukunft werden wir jedoch eine hohe Abhängigkeit von Produkten, Marken oder Kunden noch stärker in unserer Gewichtung beachten. In einem Satz: Wir würden aus heutiger Sicht bei einem entsprechenden Preis wieder in Character investieren, jedoch würde es sich wohl nicht mehr als Top-Position qualifizieren.

### **STO (Kauf)**

Das Unternehmen könnte Ihnen u.a. aufgrund seiner markanten gelben Farbeimer ein Begriff sein. Zum Kernsortiment gehören eben diese Farben und Putze, die sowohl für den Außenbereich als auch für das Innere von Gebäuden angeboten werden sowie hochwertige Fassadenelemente. STO ist zudem führend im Geschäftsfeld Wärmedämm-Verbundsysteme. Weitere Schwerpunkte sind die Bereiche Betoninstandsetzung / Bodenbeschichtungen, Akustik- und vorgehängte Fassadensysteme.

Gegründet wurde das Unternehmen (damals noch Ispo-Putz KG) 1955 durch Fritz Stotmeister im schwäbischen Stühlingen. Seit dem Börsengang im Jahre 1992 befindet sich das Unternehmen weiterhin mehrheitlich in Familienbesitz. STO sieht sich als starker Partner der Bauindustrie und agiert über ein zumeist dichtes Vertriebsnetz eigener Filialen in Deutschland sowie international. Die starke Marktstellung in Kombination mit innovativen Produkten und einer modernen Produktion machen das Unternehmen sehr cash-generativ.

Darüber hinaus ist die Bilanz mit ca. EUR 180 Mio. in der Netto-Kasse sehr konservativ aufgestellt. Bis zum Jahr 2022 plant das Unternehmen seine EBIT-Marge von 6,1% (2018) auf über 10% auszubauen. Basierend auf unserer Bewertung konnten wir uns mit einer Sicherheitsmarge von >40% an STO beteiligen. Wir planen Ihnen in einer zukünftigen Case Study noch detaillierter von STO zu berichten.

### **Daejan Holdings (Kauf)**

Daejan ist ein in Großbritannien beheimateter Bestandshalter und Entwickler von Immobilien. Das Portfolio umfasst aktuell mehrheitlich Immobilien im Großraum London (ca. 57%), dem Rest von Großbritannien (ca. 14%) sowie an der Ostküste der USA (ca. 29%). Die Mieterstruktur umfasst sowohl Wohnimmobilien (ca. 57%) als auch kommerziell genutzte Immobilien (ca. 43%).

Auf Daejan sind wir durch die Empfehlung eines befreundeten Value-Investors aufmerksam geworden. Die Aktien handeln mit einem Abschlag von über 55% (!) zum Netto-Bestandswert. Man kauft also das Portfolio zu weniger als der Hälfte des Verkehrswerts der einzelnen Immobilien. Dieser außergewöhnlich hohe Bewertungsabschlag könnte zum einen aus der aktuellen Zurückhaltung gegenüber dem Londoner Immobilienmarkt, zum anderen aber auch aus dem geringen Streubesitz der Aktien von nur ca. EUR 180 Mio. resultieren.

Das Unternehmen ist zu ca. 80% in Familienbesitz und das Management betreibt keinerlei Kurspflege oder Marketingaktivitäten, wie bspw. den Besuch von Kapitalmarktkonferenzen. Zudem gibt es keinen uns bekannten Broker, der Research zu Daejan veröffentlicht, was zu einer geringen Visibilität des Unternehmens am Aktienmarkt beiträgt. Wir gehen davon aus, dass sich die Bewertung über die Zeit wieder stärker an das Niveau des Netto-Bestandswerts anpasst und die Gesellschaft in der Zwischenzeit weiterhin Mehrwert mit bestehenden und neuen Immobilien schaffen wird.

### **Gamesys (ehemals JPJ Group)**

Unsere aktuell größte Position Gamesys, ehemals JPJ Group, ist der führende Anbieter von Online-Bingo-Spielen in Großbritannien (vor allem unter der Marke Jackpotjoy) und ein schnell wachsender Anbieter von Online-Casino-Spielen (insbesondere unter den Marken Vera & John und Virgin Games). JPJ Group hat im Juni diesen Jahres die transformative Übernahme von Gamesys für GBP 490 Mio. angekündigt.

Ende September wurde die Übernahme abgeschlossen und das kombinierte Unternehmen hat den Namen von Gamesys aufgrund der positiven Reputation des Namens im Markt angenommen. Die beiden Unternehmen teilen sich eine gemeinsame Vergangenheit – das Kern-Bingo-Geschäft Jackpotjoy hat JPJ Group, die damals noch unter dem Namen Intertain Group firmierte, vor vier Jahren von Gamesys gekauft. Seitdem hat sich Gamesys weiterhin um die Pflege der Plattform gekümmert und wurde dafür entsprechend vergütet.

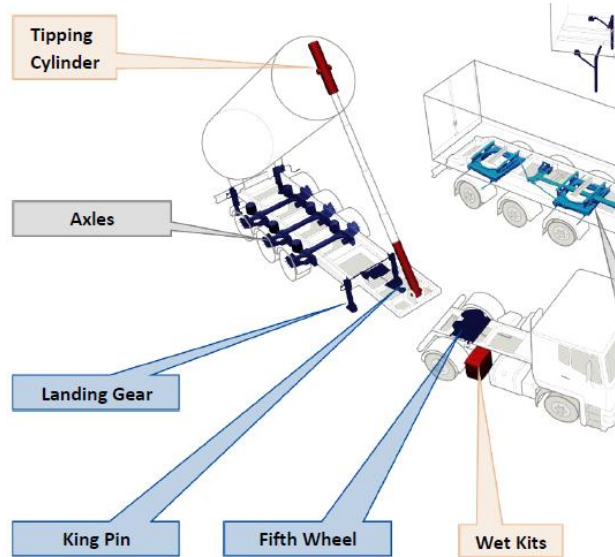
Wir begrüßen die Übernahme, da sie die Komplexität und Risiken des Geschäfts reduziert und ein größeres Unternehmen mit weiteren attraktiven Marken schafft. Außerdem sehen wir Größe als ein Schlüsselkriterium für den zukünftigen Erfolg in diesem Markt. Die zunehmenden regulatorischen Anforderungen machen kleinen Spielern das Leben immer schwerer. Dadurch werden die großen, etablierten Spieler weiter Marktanteile gewinnen. Wir sind überzeugt, dass Gamesys als Gewinner aus diesen Entwicklungen hervorkommen wird.

Da die **Gamesys** Aktie im abgelaufenen Quartal teilweise kurzfristig ohne nennenswerten Grund unter Druck geriet, haben wir unsere Position leicht ausgebaut. Ende Oktober werden wir in London sein und das nach der Übernahme neu geformte Unternehmen vor Ort besuchen. Sehr gerne teilen wir unsere Eindrücke und Erfahrungen aus diesem Besuch mit Ihnen. Zudem haben wir opportunistische Nachkäufe bei **Akwel** und **Koenig & Bauer** getätigt sowie unsere Position in **Le Belier** nach besser als von uns erwarteten Nachrichten ausgebaut.

## JOST Werke (Top 10 Position)

JOST Werke ist ein weltweit führender Hersteller und Lieferant von sicherheitsrelevanten Systemen für LKWs, Auflieger und Anhänger. JOST generiert ~60% der Umsätze mit Sattelkupplungen („Fifth Wheels“) und Stützwinden („Landing Gears“). In diesen Produkten hat JOST einen globalen Marktanteil von fast 60%.

Die Zuverlässigkeit der Produkte ist außerordentlich wichtig. JOSTs Management selbst formuliert es folgendermaßen: „Ein LKW hat vier Bremsen, aber nur eine Sattelkupplung.“ Wenn diese Sattelkupplung einen Defekt aufweist und der Anhänger sich auf der Autobahn löst, kann das fatale Folgen haben. Demgegenüber stellen die Produkte nur einen überschaubaren Teil der Kosten des Gesamtproduktes dar.

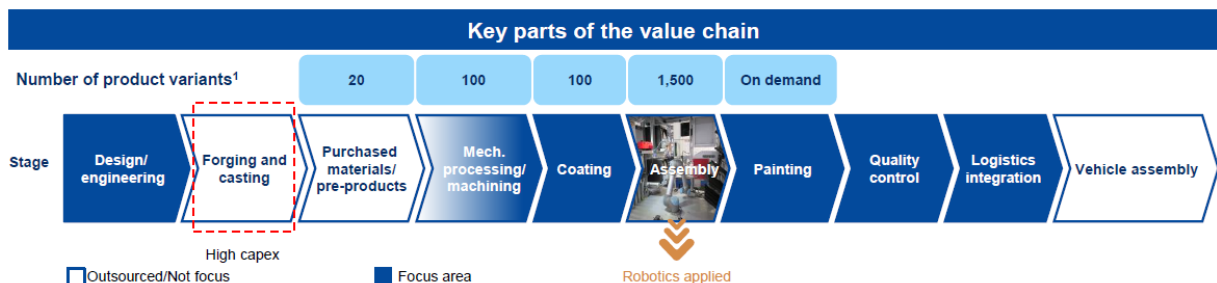


Quelle: JOST Werke AG.

25% der Umsätze werden im Aftermarket-Geschäft generiert, vor allem mit Ersatzteilen. Dieser Teil des Geschäfts ist sehr lukrativ und deutlich profitabler als das Geschäft mit Erstausrüstungen („OE-Geschäft“). JOST erzielt daher einen überproportionalen Anteil, ca. die Hälfte der Gewinne, im Aftermarket-Bereich. Darüber hinaus ist dieses Geschäft sehr beständig in einem wirtschaftlichen Abschwung.

In schwierigen Zeiten halten die Endkunden zwar ihre Neukäufe zurück, defekte Teile müssen dennoch ausgetauscht werden. Aufgrund der längeren Nutzung einiger Fahrzeuge steigt dieser attraktive Teil des Geschäfts dann sogar und führt so zu insgesamt steigenden Bruttomargen. Über die letzten 10 Jahre hinweg konnte JOST beständig eine EBITDA-Marge zwischen ca. 12% und 14% erzielen.

JOSTs Geschäft erfordert außerdem geringe Investitionen, da sich das Unternehmen auf die Montage und den Vertrieb fokussiert und kapitalintensive Aktivitäten größtenteils ausgelagert hat. Die Investitionsquote, wenn keine größeren Expansionen vorgesehen sind, liegt lediglich zwischen 2 und 3% der Umsätze. Darüber hinaus ist aufgrund der fokussierten Positionierung in der Wertschöpfungskette ein hoher Anteil von JOSTs Kosten variabel. Das ermöglicht es dem Unternehmen, die Kosten in schwierigen Zeiten schnell zurückzufahren.

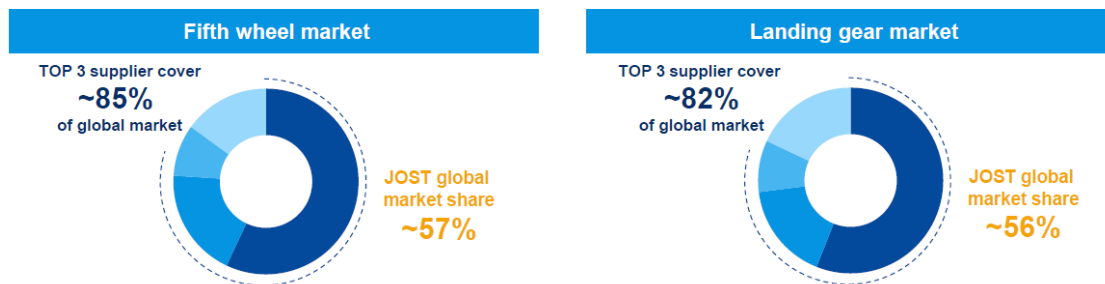


Quelle: JOST Werke AG.

Insgesamt ist JOST in der Lage sehr attraktive Kapitalrenditen von über 20% zu erwirtschaften. Bei Unternehmen, die so profitabel wie JOST sind, reagieren wir immer erstmal skeptisch. Der Grund: Die meisten Unternehmen sind nicht in der Lage, eine überdurchschnittlich hohe Profitabilität über längere Zeit zu halten. Existierende oder neue Wettbewerber werden auf die attraktiven Renditen aufmerksam und treten zunehmend in den Markt ein. Außerdem realisieren auch die Kunden das, sie sind natürlich daran interessiert, geringere Preise zu bezahlen.

*Warum sollte JOST also in der Lage sein, langfristig so profitabel zu agieren?*

Unsere erste Beobachtung: Der Markt in JOSTs Kernprodukten – Sattelkupplungen und Stützwinden – wird von wenigen Spielern dominiert. Die größten drei Unternehmen haben weltweit einen Marktanteil von über 80%. JOST selbst hat einen globalen Marktanteil von über 50%, in Europa sogar über 80%. Die Marktanteile sind außerdem sehr stabil und seit langer Zeit ist kein neuer großer Spieler in den Markt eingetreten.



Quelle: JOST Werke AG.

Um die Gründe und die Nachhaltigkeit dieser Konstellation besser zu verstehen, haben wir, neben mehreren Gesprächen mit dem Unternehmen selbst, auch Gespräche mit Kunden und Experten sowie mit anderen Unternehmen aus der Industrie gesucht. Im Oktober werden wir außerdem die Produktionsstätten in Neu-Isenburg besuchen, um uns auch vor Ort ein Bild zu machen.

Eine Besonderheit im Nutzfahrzeugmarkt im Gegensatz zum Automobilmarkt ist, dass oftmals nicht die Hersteller der LKWs (z.B. Daimler, MAN, Scania oder Volvo) oder der Anhänger (z.B. Krone oder Schmitz Cargobull) die letzte Entscheidung über den Einsatz bestimmter Komponenten eines Herstellers treffen. Es sind die Endkunden selbst, also die Flottenbetreiber.

JOST pflegt seit Jahrzehnten enge Beziehungen zu den Endkunden und hat starke Marken mit einer sehr positiven Reputation aufgebaut. Der beste Beweis: Kunden reden teilweise von einer „JOST“ anstatt von einer Sattelkupplung, wie man es sonst nur bei Konsumgütern (z.B. „Tempo“, „Pampers“ oder „Tesa“) kennt. Gerade bei den sicherheitsrelevanten Produkten von JOST führt das zu einer hohen Kundenloyalität.



Quelle: JOST Werke AG.

Neben dieser starken Markenstellung gibt es weitere sehr hohe Eintrittsbarrieren. Für die Flottenbetreiber ist es besonders wichtig, dass bei einem Problem auf der Straße jederzeit eine nahe gelegene Werkstatt das entsprechende Ersatzteil führt. Die Flotten achten daher bereits beim Kauf sehr genau darauf, dass ein besonders flächendeckendes Ersatzteil- und Service-Netzwerk für die Produkte besteht. Die Werkstätten hingegen nehmen nur Teile von Firmen in ihr Inventar auf, mit denen bereits einige Fahrzeuge auf der Straße ausgestattet sind. Das führt zu einem Netzwerkeffekt, der neuen Wettbewerbern den Eintritt in den Markt quasi unmöglich macht.

Tatsächlich ist JOST selbst der Eintritt in den amerikanischen Markt vor mehr als 15 Jahren nur gelungen, weil sie ihre Produkte an die Kunden verschenkt haben. Zur Annahme dieses Geschenks konnte JOST einige Flottenbetreiber überzeugen. Nachdem die Produkte dann in einigen LKWs und Anhängern eingebaut waren, konnte JOST die Werkstätten ebenfalls überzeugen, seine Produkte ins Sortiment aufzunehmen.



*Warum haben wir ein Unternehmen mit solch einer starken Marktstellung und positiven Zukunftsaussichten zu einem aus unserer Sicht äußerst günstigen Preis kaufen können?*

Die Aktie von JOST ist im Zuge der zunehmenden Angst vor einem Rückgang der Endmärkte und einem generellen wirtschaftlichen Abschwung in den letzten knapp zwei Jahren unter Druck gekommen. Auch aus unserer Sicht werden die Umsätze und Gewinne im Jahr 2020 niedriger ausfallen. Die Endmärkte von JOST befinden sich aktuell auf einem sehr hohen Niveau. Mittlerweile gibt es auch vermehrt Anzeichen für einen stärkeren Rückgang, insbesondere im amerikanischen Markt.

Trotz oder vielleicht gerade dank der möglichen kurzfristigen Herausforderungen sehen wir in JOST aktuell ein sehr attraktives Investment. JOST handelt auf einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 7x. Die Verschuldung ist außerdem sehr gering, so gering wie seit mehr als einem Jahrzehnt nicht mehr. In unserem Basisszenario sind wir von einem besonders starken kurzfristigen Rückgang der Endmärkte ausgegangen. Selbst in unserem sehr negativen Szenario sehen wir den Wert der Aktie aber mehr als 50% höher.

Nach unseren Erfahrungen aus Gesprächen mit anderen Fondsmanagern und Analysten wird JOST am Aktienmarkt vor allem als Automobilzulieferer wahrgenommen. Der Nutzfahrzeugmarkt und JOST speziell haben allerdings nicht die strukturellen Schwierigkeiten des Automobil-Geschäfts, die wir in unseren letzten Quartalsberichten ebenfalls bereits teilweise aufgeführt haben.

Im Gegensatz zum Automobilmarkt profitiert der Nutzfahrzeugmarkt langfristig von strukturellen Wachstumstreibern. Der weltweite Transport wächst mit zunehmender Wirtschaftskraft, dabei gewinnt der Straßentransport zunehmend an Bedeutung. Steigende umweltbedingte Regulierungen erhöhen den Druck, die Flotten zu erneuern. Strengere Verkehrssicherheitsrichtlinien, insbesondere in Asien, erfordern außerdem zusätzliche Sicherheitseigenschaften.

Disruptive Trends wie Elektrifizierung und autonomes Fahren treiben die Innovation und sind daher positiv zu betrachten. JOSTs Produkte sind unabhängig vom Antriebsstrang. Im Gegenteil, Elektrifizierung und vor allem autonomes Fahren könnten langfristig sogar zum positiven „Game-Changer“ werden. Ca. 35% der Betriebskosten eines LKWs stellt Benzin dar und weitere 35% der Fahrer. Dabei besteht aktuell ein ausgesprochen hoher Mangel an Fernfahrern.

Außerdem wird JOST am Markt als besonders zyklisches Unternehmen eingestuft. Die Endmärkte, der Neuverkauf von LKWs und Anhänger, und damit die Umsätze von JOST können in schlechten Zeiten in der Tat sehr stark zurückgehen. In der Vergangenheit haben sich die Umsätze allerdings auch sehr schnell wieder erholt.

Viel wichtiger ist jedoch die Stabilität von JOSTs Profitabilität. In der letzten Finanzkrise konnte JOST die EBITDA-Marge fast stabil halten. In schlechten Zeiten hilft das schnelle Zurückfahren variabler Kosten. Darüber hinaus erhöht sich in Abschwüngen der Anteil des äußerst profitablen Aftermarket-Geschäfts. Damit ist JOST aus unserer Sicht nicht mit anderen zyklischen Unternehmen aus dem Automobilbereich zu vergleichen, da diese bei einem Umsatzrückgang besonders starke Ergebnismrückgänge verzeichnen müssen.

An dieser Stelle möchten wir uns bei Ihnen für die Zusammenarbeit bedanken. Wir sind uns bewusst, dass aufstrebenden Fonds häufig kaum Kapital zur Verfügung steht, und wir danken Ihnen für Ihre Unterstützung. Wir möchten unsere Beziehung zu Ihnen weiter vertiefen und sind der Ansicht, dass der beste Weg ein offener und aktiver Dialog ist.

Wir freuen uns über Ihre Fragen zu allen Aspekten unseres Fonds und insbesondere zu unseren Investments und unserer Pipeline. Bitte wenden Sie sich gerne direkt telefonisch unter +49 (0) 69 6677 48118 oder per E-Mail ([daniel.gehlen@gbcvalue.com](mailto:daniel.gehlen@gbcvalue.com) / [marc.braeutigam@gbcvalue.com](mailto:marc.braeutigam@gbcvalue.com)) an uns.

Mit herzlichen Grüßen,



Daniel Gehlen



Marc-Lennart Bräutigam

*P.S.: Folgen Sie uns auf [LinkedIn](#) / [XING](#).*

**Disclaimer:**

*Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Kundeninformation („KI“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes, die „KI“ richtet sich an natürliche und juristische Personen mit gewöhnlichem Aufenthalt bzw. Sitz in Deutschland und wird ausschließlich zu Informationszwecken eingesetzt.*

*Diese „KI“ kann eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen und begründet weder einen Vertrag noch irgendeine anderweitige Verpflichtung oder stellt ein irgendwie geartetes Vertragsangebot dar. Ferner stellen die Inhalte weder eine Anlageberatung, eine individuelle Anlageempfehlung, eine Einladung zur Zeichnung von Wertpapieren oder eine Willenserklärung oder Aufforderung zum Vertragsschluss über ein Geschäft in Finanzinstrumenten dar. Auch wurde Sie nicht mit der Absicht verfasst, einen rechtlichen oder steuerlichen Rat zu geben. Die steuerliche Behandlung von Transaktionen ist von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und evtl. künftigen Änderungen unterworfen. Die individuellen Verhältnisse des Empfängers (u.a. die wirtschaftliche und finanzielle Situation) wurden im Rahmen der Erstellung der „KI“ nicht berücksichtigt.*

*Eine Anlage in erwähnte Finanzinstrumente/Anlagestrategie/Finanzdienstleistung beinhaltet gewisse produktspezifische Risiken – z.B. Markt- oder Branchenrisiken, das Währungs-, Ausfall-, Liquiditäts-, Zins- und Bonitätsrisiko – und ist nicht für alle Anleger geeignet. Daher sollten mögliche Interessenten eine Investitionsentscheidung erst nach einem ausführlichen Anlageberatungsgespräch durch einen registrierten Anlageberater und nach Konsultation aller zur Verfügung stehenden Informationsquellen treffen. Zur weiteren Information finden Sie hier die „Wesentlichen Anlegerinformationen“ und das Wertpapierprospekt: <https://www.hansainvest.com/deutsch/fondswelt/fondsuebersicht/>*

*Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile über zukünftiges Geschehen dar, sie können sich daher bzgl. der zukünftigen Entwicklung eines Produkts als unzutreffend erweisen. Die aufgeführten Informationen beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser „KI“, eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann nicht übernommen werden.*

*Der vorstehende Inhalt gibt ausschließlich die Meinungen des Verfassers wieder, eine Änderung dieser Meinung ist jederzeit möglich, ohne dass es publiziert wird. Die vorliegende „KI“ ist urheberrechtlich geschützt, jede Vervielfältigung und die gewerbliche Verwendung sind nicht gestattet.  
Datum: 15. Oktober 2019*

*Herausgeber: Gehlen Bräutigam Capital GmbH, Bockenheimer Landstraße 2-4, 60306 Frankfurt am Main handelnd als vertraglich gebundener Vermittler (§ 2 Abs. 10 KWG) im Auftrag, im Namen, für Rechnung und unter der Haftung des verantwortlichen Haftungsträgers BN & Partners Capital AG, Steinstraße 33, 50374 Erftstadt. Die BN & Partners Capital AG besitzt für die die Erbringung der Anlageberatung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1a KWG und der Anlagevermittlung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1 KWG eine entsprechende Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gemäß § 32 KWG.*